

晨会纪要

数据日期: 2025-04-15	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3267.66	9858.09	3761.23	10846.50	2657.62	1006.33
涨跌幅度(%)	0.14	-0.26	0.05	-0.33	-0.09	-0.78
成交金额(亿元)	4563.32	6208.61	2286.04	2121.06	2737.43	788.94

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 资金观察, 货币瞭望-外部形势严峻, 资金面均衡偏松

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察(第六十一期)-汇金增持ETF, 资金面回暖

行业与公司

交通运输行业周报: 中美关税或对集运格局造成冲击, 建议关注内需与高股息板块

机械行业周报: 制造成长周报(第9期)-星动纪元发布最新灵巧手演示, 宇树科技发布机器人拳击视频

汽车行业周报: 人形机器人行业周报(第十期)-长城汽车与宇树科技达成战略合作, 建议关注财报行情

汽车行业周报(25年第15周): 欧盟或撤销对华电动汽车关税, 关注上海车展和财报行情

家电与轻工行业专题: 关税对中美两国家电行业影响全梳理

轻工制造行业周报(25年第15周): 美国对等关税对轻工行业的影响梳理

海外市场专题: 海外垂类AI专题(9): 板块年度指引较平淡, 继续关注AI产品进展

纺织服装4月投资策略: 优选内需主线, 纺织制造关注超跌反弹机会

海思科(002653.SZ)财报点评: 麻醉产品营收同比增长45%, 关注在研管线进展

许继电气(000400.SZ)财报点评: 大额减值拖累24年业绩, 25年换流阀需求有望集中释放

大金重工(002487.SZ)财报点评: 海工出口表现亮眼, 客户与产品持续突破

禾望电气(603063.SH)财报点评: 禾望电气(603063.SH)2024年年报及2025年一季报点评-事业部制改革推动业绩提升, 海外业务拓展顺利

361度(01361.HK)海外公司快评: 361度(01361.HK)-第一季度线下增长双位数, 线上增长超35%

阿里巴巴-W(09988.HK)海外公司快评: 阿里巴巴-W(09988.HK)-4QFY25前瞻: 淘天保持货币化率提升, 云收入加速

京东集团-SW(09618.HK)海外公司快评: 京东集团-SW(09618.HK)-2025Q1前瞻: 继续受益于国补以旧换新, 新业务投入影响可控

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数

04月16日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	21466.27	0.22

基金指数

04月16日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3239.20	0.01
股票基金指数	9736.71	0.72
混合基金指数	9026.53	0.52

汇率

04月16日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.12	-0.6
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	0.02
美元兑日元	143.26	0.15

非流通股解禁

04月16日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
丽臣实业	3072.00	100.00	2025-04-14
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22

博威合金(601137.SH) 财报点评:新材料产品结构优化,新能源前瞻布局
美国产能

金田股份(601609.SH) 财报点评:业绩逐季改善,电磁线业务释放利润

禾赛科技(HSAI.O) 海外公司深度报告:受益于激光雷达行业渗透率加速
上行,技术及规模构建护城河

卓越新能(688196.SH) 公司快评:5万吨天然脂肪醇项目投产,生物柴油
出海前景广阔

万华化学(600309.SH) 财报点评:业绩短期承压,聚氨酯龙头有序扩张

金徽酒(603919.SH) 财报点评:第一季度经营稳健,产品结构持续升级

萤石网络(688475.SH) 财报点评:二三品类快速成长,一季度盈利企稳

广日股份(600894.SH) 财报点评:归母净利润同比增长7%,高分红及回
购重视股东回报

行动教育(605098.SH) 财报点评:2024Q4收款回归正增长,延续高现金
分红策略

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-哪类ETF的机构投资者占比在提
升?—穿透算法下的ETF机构持仓行为分析

金融工程日报:沪指震荡收涨,银行股领涨、大消费持续活跃

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:资金观察, 货币瞭望-外部形势严峻, 资金面均衡偏松

Ø海外货币市场指标跟踪: 美联储3月会议如期暂停降息, 美债短期利率走势稳定; Ø国内货币市场指标跟踪——价: 3月下旬央行增加投放, 资金面小幅转松, 银行间和交易所回购利率均值大多下行。R001、GC001、R007和GC007月均值分别下行12BP、11BP、13BP和8BP; 短期债券收益率方面, 1年期短债收益率月均值大多小幅上行; Ø国内货币市场指标跟踪——量: 3月银行间隔夜成交量和占比较上月上升, 交易所隔夜成交量和占比较上月下降; 银行间和交易所待购回债券余额同比月均值较上月有所回升; 预估3月和4月超额存款准备金率分别为0.6%和0.4%; Ø4月资金瞭望: 当前外部形势严峻, 资金面均衡偏松, 预计4月市场利率下行;

证券分析师: 陈笑楠(S0980524080001)、赵婧(S0980513080004)、季家辉(S0980522010002)、董德志(S0980513100001)、李智能(S0980516060001)

◆ 策略专题:资金跟踪与市场结构周观察(第六十一期)-汇金增持ETF, 资金面回暖

市场成交量回升, ETF大幅流入。上周(20250407-20250411)全市场成交量转为上升, 沪深两市成交额位于近一年的72.5%分位数水平(前值为47.0%)。汇金增持ETF, 市场成交大幅回暖。

成交额集中度有所分化。上周, 行业层面成交额集中度转为下降趋势, 个股层面成交额集中度保持上升趋势。行业层面涨跌幅分化度保持上升趋势, 个股层面涨跌幅分化度转为下降趋势。

赚钱效应下降。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为9.20%, 相比前值上升4.78个百分点。全A涨跌中位数为-6.99%, 较前值下降6.54个百分点。Top25%分位数为-2.74%, 较前值下降4.26个百分点。Top75%分位数为-9.92%, 较前值下降7.31个百分点。

行业换手率上升。上周换手率最高的三个一级行业为: 农林牧渔(36.44%)、社会服务(23.79%)、计算机(21.40%)。上周换手率最低的两个一级行业为: 银行(1.96%)、石油石化(2.70%)、钢铁(6.55%)。

机构调研强度下降。从行业层面的机构调研强度看, 电子(28.93%)、电力设备(8.08%)、医药生物(5.71%)三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看, 中证100的调研强度最大, 为6.33。从边际变化看, 中证100的调研强度在上周的绝对变化最大, 增加了2.85。

股市资金净流入。上周股市资金净流入1069.38亿元, 较前值多流入996.45亿元。各分项资金为: (1) 融资余额减少936.79亿元; (2) 重要股东增持75.50亿元; (3) ETF流入1928.96亿元; (4) 新发偏股基金181.55亿元; (5) IPO 8.71亿元; (6) 定向增发0.00亿元; (7) 重要股东减持16.51亿元; (8) ETF流出154.62亿元。

从资金流入流出来看, 较前值, 各分项的变化为: (1) 融资余额减少743.30亿元; (2) 重要股东增持增加67.32亿元; (3) ETF流入增加1580.07亿元; (4) 新发偏股基金增加144.52亿元; (5) IPO增加1.09亿元; (6) 定向增发减少41.23亿元; (7) 重要股东减持减少9.16亿元; (8) ETF流出增加101.47亿元。

资金流出风险上升。上周限售解禁家数为36家, 较前值增加3家。限售解禁市值为524.14亿元, 较前值增加265.64亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为892.36亿元。从行业来看, 前两周限售解禁市值最多的三个行业为: 医药生物(158.12亿元)、国防军工(146.77亿元)、基础化工(112.09亿元)。有18个行业没有限售解禁出现。

风险提示: 数据更新滞后; 数据统计误差; 文中个股仅作数据梳理, 不构成投资推荐意见。

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

联系人: 郭兰滨

行业与公司

◆ 交通运输行业周报：中美关税或对集运格局造成冲击，建议关注内需与高股息板块

航运：本周油运整体维持强势，但受到关税政策扰动，VLCC 的运价有所回落，其背后的原因在于，VLCC 主要服务于中东-远东以及美国-远东航线，当前中美之间的关税问题暂不明确，如最终影响到中美双方中任意一方甚至双方的经济发展，或将对全球的原油消耗需求造成较大影响，对 VLCC 的需求影响或将更加明显。如展望后续，我们认为油运市场或仍存在较多变化的可能性，在全球 VLCC 运力相对偏紧的前提下，如最终双方和谈成功，则全球经济有望恢复正常增长，运价有望逐步抬升，如最终双方未能达成一致，而当前 OPEC+ 的增产或造成全球陷入衰退预期，亦无法排除出现 2020 年初浮舱囤油的情况，因此我们认为在油运龙头或仍具配置价值，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，本周由于关税的影响，美线在签约季当中出现运价下跌，但是欧线及其他小航线均出现运价修复，其背后的原因在于当前美国对除中国外的其余国家实行了 90 天的关税豁免，因此中国当前或加大和欧洲的合作力度，而其他国家则有望受益于中美之间的转口贸易，但是中期来看，由于行业的供过于求，年内整体或仍承压。投资标的上，中远海控预计每股派发 2024 年末期现金红利人民币 1.03 元（含税），加上 2024 年中期已派发现金红利，预计 2024 年度派发现金红利约为公司 2024 年度实现的归属于上市公司股东净利润的 50%，对公司投资价值形成支撑，建议等待行业基本面触底。

航空：上周整体和国内客运航班量环比基本持平，整体/国内客运航班量环比分别为+0.0%/+0.3%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 109.5%/104.5%，国际客运航班量环比提升 1.8%，相当于 2019 年同期的 82.9%，近期国际油价显著低于去年同期水平。展望 2025 年，在中美关税政策影响背景下，刺激内需政策的持续推出值得期待，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，叠加局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”的指导，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：近期，极兔速递公布了 2025 年一季度的经营数据，东南亚区、中国区以及新市场区快递件量增速分别为 50.0%、26.5%以及 19.4%，东南亚区的高速增长主要得益于斋月大促的错峰，中国区的件量增速仍然高于行业表现。1) 顺丰控股的产能扩张周期已过，经营及管理尚有优化空间，未来两年公司业绩有望维持 15-20%的较快增长，2025 年 PE 估值约 17 倍，把握近期股价回调后的投资布局机会。2) 今年加盟快递的价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递和申通快递，重点关注韵达股份。

投资建议：中美关税扰动背景下，建议关注内需和高股息板块，看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 机械行业周报：制造成长周报（第 9 期）-星动纪元发布最新灵巧手演示，宇树科技发布机器人拳击视频

行业动态：人形机器人-4 月 9 日，星动纪元发布最新灵巧手技术演示视频；4 月 10 日宇树科技发布 G1 人形机器人拳击视频；4 月 9 日，杭州湾发布具身智能创新中心。智能焊接-4 月 8 日，中国石油管道焊接机器人实现规模化应用；低空经济-4 月 10 日，郑州低空公司成立。

政府新闻：人形机器人-4 月 9 日，智元机器人彭志辉参加经济形势专家和企业家座谈会；4 月 9 日，宇树科技王兴兴将与浙江全省干部分享机器人；4 月 10 日，具身智能产业化发展座谈会在深交所举行。低

空经济-4月7日，南京市将低空经济基础设施纳入新基建；4月8日，成都市发布低空经济创新场景清单；4月8日，中国气象局审议通过《2025年低空经济气象保障试点工作方案》。

公司动态：人形机器人-4月7日，均普智能与智元机器人成立合资公司；4月8日，兆威机电宣布赴港上市；4月8日，长城汽车与宇树科技签订战略合作协议；4月10日，嵘泰股份拟成立合资公司拓展丝杠业务；4月10日，亿嘉和正式成为华为具身智能项目第二批合作伙伴；4月10日，科盟创新正式发布七款机器人核心传动技术新品；4月11日，埃夫特智能机器人与华为云签署合作备忘录。

事件前瞻：4月19日，北京将举办人形机器人半程马拉松比赛。

本周重点关注标的-聚焦自主可控&内需价值成长方向：龙溪股份、应流股份、鼎阳科技、普源精电、汇成真空、广电计量、奕瑞科技。

行业投资观点

1、人形机器人：海外特斯拉人形机器人进展迅速，2025年量产目标5000台，国内宇树科技、智元机器人、优必选等创新企业人形机器人产品快速迭代、蓬勃发展，优选卡位好的减速器、丝杠、传感器等环节以及价值量占比高的电机及核心关节环节，重点关注：1) 关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】；2) 灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3) 减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】【金帝股份】；4) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5) 关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6) 电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7) 本体及代工：【中坚科技】【永创智能】【博众精工】【蓝思科技】；8) 传感器：【汉威科技】；9) 设备：【博众精工】【秦川机床】；10) 其他：【德马科技】【国机精工】【东华测试】等。

2、AI 基建：AI 需求推动数据中心持续增长，海外AIDC对用电需求带来燃机行业重要增量，冷水机组作为冷源同时受益风冷、液冷，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

3、AI 应用/赋能：安徽合力与华为签署深化合作协议，重点合作领域在数字化转型、智能物流、人工智能，有望推动智能物流/智慧工厂产业化进展加速，重点关注【安徽合力】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、光刻机设备：光刻机设备国产化率低，行业处于从0到1放量过程，高端真空镀膜设备国产化需求迫切，重点关注【汇成真空】。

6、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从0到1放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

7、科学仪器：通用电子测量仪器国内市场大国产份额小，国产替代空间广阔将受益于政策催化，重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】。

8、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

9、深海科技：《2025 年政府工作报告》首提深海科技，标志着从技术探索向产业化应用的战略转型，聚焦方向涉及深海资源开发、深海智能装备、深海信息化等，重点关注【中国船舶】【中集集团】【杰瑞股份】。

10、X 射线检测设备：X 射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如 X 射线探测器、CT 球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第十期）-长城汽车与宇树科技达成战略合作，

建议关注财报行情

市场表现：2025 年 4 月 7 日-4 月 11 日，我们构建的国信人形机器人指数下跌 8.43%，弱于沪深 300 指数 5.55pct，弱于上证综合指数 5.32pct，年初至今上涨 14.1%。拓普集团下跌 12.49%，三花智控下跌 10.57%，中鼎股份下跌 11.22%，银轮股份下跌 9.45%，北特科技下跌 13.07%，双林股份上涨 6.35%，贝斯特下跌 8.98%，浙江荣泰下跌 10.47%，祥鑫科技下跌 8.64%，双环传动下跌 6.9%，斯菱股份下跌 11.77%，豪能股份下跌 9.05%，精锻科技下跌 10.06%，蓝黛科技下跌 12.18%，凌云股份下跌 5.32%，旭升集团下跌 11.79%，肇民科技下跌 12.19%，爱柯迪下跌 9.84%。均胜电子下跌 10.93%，征和工业下跌 7.3%，美力科技下跌 4.98%。

行业动态：1) 宇树发布人形机器人 G1 拳击视频，王兴兴为浙江省干部上课；2) 长城汽车与宇树科技达成战略合作；3) 均胜集团与智元合资成立宁波普智未来机器人有限公司；4) 智元创始人彭志辉参加总理座谈会；5) 傅利叶发布其首款开源人形机器人 Fourier N1；6) 特斯拉机器人团队成员杨硕离职创业机器人；7) 广汽集团发布具身智能机器人核心部件；政府新闻：1) 600 亿国家级人工智能基金落地；2) 工信部：2025 年开展元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人等标准研究；3) 苏州发布机器人产业三年计划，2027 年规模剑指 2000 亿；4) 首批人形机器人系列国家标准正式立项，优必选牵头；5) 深圳市发布科技金融行动方案，15 条措施支持未来产业高质量发展；6) 广东省工信厅：加快打造全球人工智能与机器人发展高地 7) 北京：推进具备 5G 通信能力的人形机器人在高端制造场景、消费服务场景规模化应用；融资动态：1) 灵巧手完成超亿元种子轮融资；2) 穹彻智能完成数亿元 Pre-A++轮融资；3) 鹿明机器人半年内连获两轮近亿元融资；4) 星尘智能连续完成数亿元 A 轮及 A+轮融资；公告方面：1) 嵘泰股份：拟与润孚动力共同出资设立公司，布局行星滚柱丝杠等；2) 恒帅股份：重点着力谐波磁场电机技术，匹配机器人电机需求；3) 肇民科技：采用精密模具及先进工艺解决制造难题，与客户共同成功开发多个人形机器人精密零部件新品。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、英伟达、华为、宇树、智元等），人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、精锻科技等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、爱柯迪、美力科技等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 汽车行业周报:汽车行业周报（25 年第 15 周）-欧盟或撤销对华电动汽车关税，关注上海车展和财报行情

月度产销：根据乘联会统计，3 月全国乘用车市场零售 194.0 万辆，同比增长 14.4%，环比增长 40.2%；今年 1-3 月份累计销量 512.7 万辆，同比增长 6.0%。3 月全国乘用车厂商批发 241.2 万辆创当月历史新高，同比增长 8.9%，环比增长 36.4%；1-3 月全国乘用车厂商批发 627.7 万辆，同比增长 11.3%。

周度数据：根据上险数据，3 月 31 日-4 月 6 日，国内乘用车上牌 33.64 万辆，同比+25.3%，环比-30.1%；其中新能源乘用车上牌 16.81 万辆，同比+37.4%，环比-30.4%。3 月累计更新（3.3-4.6）：3 月国内乘用车累计上牌 201.65 万辆，同比+38.0%；其中新能源乘用车累计上牌 105.59 万辆，同比+57.9%。

本周行情：本周（20250407-20250411）CS 汽车上涨 4.29%，CS 乘用车上涨 3.16%，CS 商用车上涨 3.4%，CS 汽车零部件上涨 5.12%，CS 汽车销售与服务上涨 4.75%，CS 摩托车及其他上涨 7.76%，电动车上涨 3.1%，智能车上涨 5.57%，同期的沪深 300 指数上涨 2.31%，上证综合指数上涨 2.48%。CS 汽车强于沪深 300 指数 1.98pct，强于上证综合指数 1.81pct，年初至今上涨 0.16%。

成本跟踪和库存：截至 2025 年 3 月 31 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期 -27.7%/+6.8%/+13.9%，分别环比上月同期 -5.4%/+0.5%/+0.8%；3 月汽车经销商库存预警指数为 54.6%，同比下降 3.7 个百分点，环比下降 2.3 个百分点。

市场关注：1) 关税情况：欧盟或撤销对华电动车关税；特朗普对汽车等行业加征关税，中国等国家积

极应对；2) 智驾：多家车企发布迭代智驾方案；2) 机器人：Optimus 逐步进入试生产阶段；3) 车型：上海车展（小米 YU7、极氪 9X、问界 M8、小鹏 G7 等有望亮相）；4) 其他：关注财报季行情。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：地缘政治背景下汽车作为内需消费品，刺激政策有望加码，看好乘用车和国产替代零部件，1) 整车推荐：新品周期强劲的零跑汽车、小鹏汽车、吉利汽车、宇通客车、赛力斯、长城汽车；2) 智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3) 机器人推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、速腾聚创、地平线机器人-W、松原安全等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人：余珊

◆ 家电与轻工行业专题：关税对中美两国家电行业影响全梳理

美国开启全球关税加征，对中国额外关税加征已到 125%。4 月 3 日，美国宣布“对等关税”计划，对所有进口商品征收 10% 的基础关税，并对特定国家征收额外关税，其中对中国加征 34%，加征后对中国关税税率累计达 54%。4 月 9 日，美国将对华关税税率提高至 125%，对 75 个贸易伙伴国暂停实施“对等关税”90 天。

美国出口占我国家电内外销规模的比例预估不足 8%。海关总署数据显示，2024 年我国空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的出口额中，出口美国的占比分别为 10.3%/17.3%/8.3%/20.2%/17.6%/34.0%，合计占比为 16.5%。2024 年我国家电内销规模达到 8668 亿元，外销规模达到 7122 亿元。假设家电外销规模中，对美出口额占比为 16.5%，则 2024 年我国家电对美出口额为 1173 亿元，占我国家电内外销规模的 7.5%。

美国家电对外依赖度较高，我国占美国家电进口额的 20%+。美国家电行业对进口依赖度较高，以美国进口额/2023 年对应品类的零售额计算，美国电视、冰箱、吸尘器的进口依赖度较高，基本在 50%及以上；洗衣机、微波炉的比例在 20%左右。对比 2017 年未加关税时期来看，美国家电对外依赖度并未明显改善。在美国的家电进口额中，来自中国的进口占比，白电在 20%左右，电视及吸尘器占比在 30%左右，微波炉占比达到 90%。

家电上市公司较早进行海外产能布局，关税实际影响相对有限。

- 白电整体对美收入敞口仅为个位数：美的集团 2024 年对美收入占比在 6%-7%，预计可通过南美产能覆盖美国需求；海尔智家 2024 年美洲收入占比为 28%，公司收购的 GEA 在美国及墨西哥拥有大量产能，预计能满足北美 80% 的需求，其余需求预计东南亚等生产基地能逐步满足；格力电器、海信家电美国收入占比不足 3%，影响较低；TCL 智家预计美国收入占比不足 5%，目前正规划东南亚产能以供应美国等海外市场。

- 黑电头部企业在海外产能布局充分：全球电视机面板产能主要集中在国内，美国本土几乎没有完整的电视机制造能力，对外依赖度高。国内头部电视企业海信视像、TCL 电子在墨西哥、越南等地拥有较为充足的产能布局，能完全覆盖对美出口需求，预计受中美关税影响较小。

- 厨电龙头企业如老板电器、华帝股份等出口占比不高，对美收入敞口较低，预计受关税影响不大。部分小家电企业出口占比较高，但较早在海外有生产基地布局，如新宝股份、泉峰控股等，目前也在加大海外产能布局，预计整体影响有限。大部分小家电企业，如苏泊尔、小熊电器等，海外营收占比较低，对美收入敞口有限，受关税影响小。

只考虑工人时薪差异，家电在美生产成本比国内高 50%-100%。美国工人时薪约为国内的 9 倍，以小家电人工成本占比接近 13% 的比例计算，在美生产的出厂成本比国内高 103%；以白电人工成本占比超过 6% 的比例计算，在美生产的出厂成本比国内高 49%。考虑到工人效率、管理成本、厂房建设成本、合规成

本等在美国较国内也有很大的差距，预计实际生产成本会更高。

投资建议：推荐全球产能布局领先的白电及黑电龙头、内销主导标的。在关税博弈逐步升温下，建议关注海外产能布局充分、受关税影响较低的白电及黑电龙头，推荐格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、TCL 智家；外销承压下，提振内需政策有望进一步发力，建议关注内需占比高、受政策边际影响大的小家电弹性标的小熊电器。

风险提示：关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险、海外业务运营风险、行业竞争加剧、国内外家电需求波动、原材料及汇率大幅波动。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 轻工制造行业周报（25 年第 15 周）：美国对等关税对轻工行业的影响梳理

本周研究跟踪与投资思考：近期美国“对等关税”政策反复，外销链出现大幅回调。当前政策仍有博弈空间，考虑到轻工业海外其他地区的产能承接与替代性较低、美国制造业回流难度较大与关税压力存在转移手段，具备美国本土产能或品类加价倍率高的代工企业预计短期更安全。

美国“对等关税”政策反复扰动出口市场。4 月 3 日，美国宣布对所有进口商品普遍性加征 10% “最低基准关税”，同时对与其贸易逆差较大的经济体征收额外对等关税，其中柬埔寨 49%、越南 46%、泰国 36%、中国 34%、印尼 32%、印度 26%、韩国 25%、日本 24%、欧盟 20%，符合美墨加贸易协定的商品免征关税。4 月 9 日，美国进一步宣布继续对我国产品加税至 125%，同时对不采取报复行动的国家实施 90 天关税暂缓。本次美国对全球征税范围广、幅度大，超出市场预期，高税额地区主要为我国与我国转口贸易地东南亚，目前政策尚有博弈空间，若政策落地无论是国内直接出口或是转口贸易预计均将受到较大冲击。

轻工外销公司的美国收入占比普遍不低，海外基地对美收入的覆盖度较高。以沙发、办公家具、保温杯与 PVC 地板品类为例，美国占全球消费市场的比例约为 28%-50%；而我国在上述品类的市场占比约 10%-30%，产能占比 30%-65%，凭借着产业链与制造优势成为主要生产地与出口国。上市公司方面，家居与保温瓶出口公司的美国收入占比普遍超过了 50%，户外、卫浴与镜片等其他品类为主的公司的美国收入占比预计在 10%-30% 区间。自 2018 年贸易战以来出口龙头加速海外产能转移，海外生产基地主要集中于东南亚，其中敏华控股与梦百合进一步布局了墨西哥、美国工厂，当前大部分公司的海外基地对美收入的覆盖度较高。

具备美国本土产能或品类加价倍率高的企业预计短期更安全。此次对等关税政策尚未明朗化，国内出口短期或出现观望情绪，部分客户等待政策明朗而暂缓下单节奏；由于美对其他地区已暂停对等关税，海外产能与转口贸易可能存在窗口期的加速出货现象。轻工公司现有的海外基地布局有利于灵活应对与调度全球资源，但若此次美国对全球尤其是东南亚的对等关税落地，则海外产能普遍享有的关税优势将不再存在，届时非美的海外产能预计均会受到冲击，盈利能力承压。但我们认为当前也不必过于悲观：1）关税谈判在进行中，东南亚国家如越南等正在积极启动与美的零关税贸易协定磋商，政策仍有博弈空间；2）产能维度，中国与东南亚作为全球轻工制造业的主要产能地，其他国家和地区短期没有能够承接订单转移的大规模低成本产能；同时美国当地劳工成本高、制造效率低，预计制造业回流难度较大；3）从关税转移手段来看，品牌方预计将主要通过终端涨价来应对成本冲击，但提价将削弱国内企业的性价比优势，可能面临着竞争优势与市场份额的丢失；代工企业或将与客户协商分摊高额关税，尤其是加价倍率高的品类是有可能将关税完全转移给下游客户，关税影响预计整体有限。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-5.84%，周相对收益-2.96%。家居板块：1-2 月家具类零售额同比+11.7%，1 月建材家居卖场销额同比+3.1%；上周 TDI 国内现货价下跌 450 元/吨，软泡聚醚市场价下跌 150 元/吨。浆价纸价：上周外盘针、阔叶浆价格持平；内盘针叶浆持平、阔叶浆下跌 150 元/吨；溶解浆下跌 100 元/吨；废纸现货价下跌 8 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸、双铜纸市场价均持平，箱板纸持平、瓦楞纸上涨 30 元/吨，白卡纸下跌 150 元/吨、白板纸持平。地产数据：3 月 30 大中城市商品房成交面积同比+2.5%，3 月二手房成交面积同比+34.1%。出口数据：1-2 月我国家具出口额累计增速为-15.5%，纸及纸制品出口额增速-6.4%。

投资建议：随着政企双补在重点城市落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团；关注造纸短期供给改善、成本支撑纸价提涨落地，重点推荐太阳纸业，推荐业绩稳健、高分红率的精品纸包装龙头裕同科技；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的晨光股份；新型烟草重点推荐雾化电子烟业务迎触底反转、HNB有望伴随大客户市场开拓而快速成长的思摩尔国际。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 海外市场专题：海外垂类 AI 专题 (9)：板块年度指引较平淡，继续关注 AI 产品进展

SaaS 板块传统需求底部企稳，增速从高点回落至中双位数增长区间，净新增 ARR 同比下降。24Q4 实际业绩与此前指引比较、超预期的企业比例有所下降（详细参考 P5 图）。从净新增 ARR 看全年环比增长表现良好，但 24Q4 净新增 ARR 低于 2023 年第四季度。从业绩增速看，整个软件领域的季度收入同比增长已从高点大幅下降，但已开始稳定到中双位数水平。自由现金率处在历史高位水平、达到 22%，说明过去两年 SaaS 公司通过减少支出、裁员等举措大幅降本增效、提升盈利水平。目前留存率有所下降、稳定在 110%，说明 24 年整体下游客户的支出同比增长有所放缓。

AI 产品创新周期带来新的增长动力，同时短期带来利润端压力。经历两年多 AI 技术的发展，SaaS 企业纷纷进行 IT 投入、推出适应于自身场景的 AI 功能，产品迭代加速。对 SaaS 企业而言，AI 有加速软件功能开发、扩大客户采购项目单价、提升 ARPU 的趋势，如 Palantir 表示其 AI 平台 AIP 推动新客户获取，美国商业客户数量近三年增长近 5 倍；Gitlab 在 24CYQ4 含 Duo (AI 功能) 的交易中，Duo 的 ARR 约占总 ARR 的三分之一。同时，AI 功能的实施推广也将带来利润端压力。如：Duolingo 表示由于推动 Max 的产品创新和用户渗透，25 年毛利率将有同比 170 个基点下滑。

SaaS 股价波动性较高，受到宏观经济、利率与企业消费信心影响。Trump 政府不明朗的政策给企业未来投入带来不确定性，建议紧跟美联储降息节奏。由于 SaaS 企业商业模式主要依赖于经常性现金流，在估值模型中受流动性、利率影响较大，同时业绩增长节奏与宏观、企业支出周期挂钩。川普当选后推行一系列贸易保护主义政策，导致商业和消费者信心下滑、宏观经济不确定性增加，投资者风险偏好下降，美股 SaaS 股价回撤明显。同时，美联储降息延缓、通胀预期和政府赤字扩大、减税红利释放动能边际减弱等，进一步压低了美股 SaaS 增长预期。

我们详细梳理 AI 对各类 SaaS 行业的影响和赋能，根据各个 SaaS 公司传统业务与 AI 发展阶段分类如下：
业绩明确反转，AI 落地积极、加速业绩增长：Palantir、Duolingo、Applovin、Shopify、ServiceNow
业绩底部企稳，预期指引积极，AI 落地乐观：Microsoft、Salesforce、Gitlab、CrowdStrike

业绩底部，有积极信号，但需要观察趋势是否持续：Adobe、Snowflake、Unity、Roblox、Twilio

风险提示：AI 产品进度以及性能不及预期的风险、AI 技术发展不及预期的风险、下游需求不及预期、宏观经济波动。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 刘子譚

◆ 纺织服装 4 月投资策略：优选内需主线，纺织制造关注超跌反弹机会

行情回顾：4 月以来受关税政策影响全球股市震荡，A 股纺织制造、美股运动服饰、台股代工制造企业跌幅较深；部分国产服饰品牌有超额收益：截至 4 月 11 日，有正向增长的标的包括：森马服饰（+6.2%）、海澜之家（+5.3%）、太平鸟（+2.9%）、富安娜（+1.0%）；港股安踏体育（-1.8%）、波司登（-2.5%）、特步国际（-3.2%）表现也相对稳健。

品牌服饰观点：1-2 月服装社零同比增长 3.3%，增速较 2024 年 11-12 月显著改善。电商渠道方面，3 月天猫/京东/抖音三平台数据显示，户外与家纺品牌增速领先；分平台看，京东平台各品类和各品牌增速表现较好；分品牌看，三平台增速领先的 brand 包括迪桑特/歌力思/比音勒芬/可隆/哈吉斯/波司登 /

萨洛蒙 / 罗莱/始祖鸟/牧高笛/富安娜，增速均在 49%以上。

纺织制造观点：宏观层面，3 月越南、中国纺织品出口均双位数增长，分别同比+17.7%/16.1%；越南、中国 PMI 环比回升。微观层面，3 月、一季度台企营收仍有不错表现，且各公司对上半年订单预期乐观，聚阳、儒鸿均表示上半年订单有望达到双位数增长，下半年订单伴随关税政策变化有不确定性；聚阳、儒鸿、钰齐均表示订单能见度在三季度。对于美国关税政策，代工台企最初表示关税政策超预期，需要等待各国与美国谈判结果，制造商与品牌商保持密切沟通，现阶段下单生产出货一切正常，产能搬迁不是解决之道，增加关税将增加消费者采购成本。4 月 9 日，儒鸿和聚阳再次表示关税是由品牌客户负担，目前为止接单、生产一切正常，按照合约走，之后的订单则要再沟通。

专题梳理：特朗普对等关税政策反复，纺织制造企业存在“错杀”机会。1) 代工纺企海外产能占比集中在东南亚地区，均被高额“对等关税”覆盖；2) 假设影响推演，加征关税如全面实施将由美国消费者承担绝大部分；3) 自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低；自下而上筛选，产能供不应求的公司议价能力更强。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：内需布局政策利好下的成长性与韧性方向，纺织制造关注超跌反弹机会。1) 品牌服饰：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、政策利好方向。重点推荐受益健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、特步、滔搏；生育利好+促内需政策下有望继续受益的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家；4) 需求稳健、分红率高、有望受地产政策提振的家纺龙头富安娜。

2) 纺织制造：纺织制造行业近期受关税政策影响股价有较大波动，实际供应链承担能力极其有限，如全面加征关税将主要由美消费者承担，且产业回美可能很低，后续存在关税豁免可能；如按极限情况推演，对板块对美敞口低、净利率高和产能供不应求的公司影响非常有限。建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐对美敞口最低净利率高影响最小的申洲国际；产能供不应求且净利率高的华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 海思科(002653.SZ) 财报点评:麻醉产品营收同比增长 45%，关注在研管线进展

麻醉产品营收同比增长 45%。2024 全年公司实现营收 37.21 亿（+10.9%），归母净利润 3.95 亿（+34.0%）。分产品领域看，麻醉/肠外营养/肿瘤止吐/其他适应症产品分别实现收入 12.32/5.12/3.05/5.80 亿元，分别同比 +45.0%/-16.3%/+44.3%/-13.9%，毛利率分别为 90.4%/59.3%/87.0%/ 62.1%，分别 +0.5/-1.5/+3.0/-5.4pp。

毛利率稳中有升，费用率整体平稳。2024 全年公司毛利率为 71.5%（同比+0.4pp）、净利率 10.6%（同比+1.8pp）；销售费用率 36.6%（同比+0.8pp）、管理费用率 10.8%（同比+1.2pp）、研发费用率 16.8%（同比+1.4pp）、财务费用率 0.4%（同比-0.3pp），期间费用率整体为 64.5%（同比+3.1pp）。

两款创新药产品获批上市，临床管线进入收获期。公司神经病理性疼痛药物苯磺酸克利加巴林胶囊（商品名：思美宁）和 2 型糖尿病治疗药物考格列汀片（商品名：倍长平）于 2024 上半年获批上市，两款药物商业化首年实现销售收入达数千万元。

镇痛药物思舒静（HSK21542，安瑞克芬注射液）“腹部手术术后镇痛”适应症已于 2023 年 10 月申报 NDA，目前已经完成补充研究资料的递交，处于上市许可发补审评阶段，有望于 2025H1 获批上市；“成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒”适应症于 2024 年 6 月被纳入优先审评，并于 2024 年 9 月完成了 NDA 申报。

呼吸系统药物 HSK31858 “非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内已启动 Ph3 临床研究，新增“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病”两项适应症均已启动 Ph2 临床研究；2024 年新增开发项目 HSK44459，其“特发性肺纤维化”适应症目前已启动 Ph2 临床研究。

投资建议：公司创新药转型进入收获期，环泊酚国内静脉麻醉市场份额快速提升，美国 2 项 Ph3 临床达

到预设主要终点，NDA 提交准备中；思美宁及倍长平国内市场进入商业化阶段，思舒静已提交 NDA，预计 2025H1 上市；布局 DPP1、THR β 等靶点，PROTAC 等技术平台，管线储备丰富。根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 5.47/6.93 亿元（前值为 6.59/9.16 亿元），新增 2027 年归母净利润为 8.67 亿元，对应 PE 为 97/77/61x，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 许继电气(000400.SZ) 财报点评:大额减值拖累 24 年业绩，25 年换流阀需求有望集中释放

全年业绩稳健增长，收入结构持续优化。2024 年公司实现营收 170.89 亿元，同比+0.17%；归母净利润 11.17 亿元，同比+11.09%。2024 年公司销售毛利率为 20.77%，同比+2.78pct.；销售净利率为 7.56%，同比+0.61pct。公司持续优化收入结构，降低低毛利的新能源及系统集成业务占比，带动盈利能力提升。交付节奏影响一季度业绩，盈利能力明显提升。2025 年第一季度公司实现营收 23.48 亿元，同比-16.42%，环比-68.70%；归母净利润 2.08 亿元，同比-12.47%，环比-6.59%。一季度公司毛利率 23.47%，同比+5.20pct，环比+4.19pct，净利率 10.06%，同比+0.68pct，环比+6.47pct。

研发投入保持高强度，全年中标多个海内外重点项目。2024 年公司研发成功世界首台 40.5kV/4000A 气体绝缘开关设备，6.5kV/4000A IGCT 柔直换流阀实现首次应用。2024 年，公司中标甘肃-浙江特高压柔直、青藏二期直流改造、天河棠下背靠背柔直项目，中标沙特、巴西等海外市场直流控保、换流阀、测量装置等产品。

特高压建设与招标有望景气共振，直流招标数量有望创纪录。2025 年 1-2 月全国电网投资完成额 436 亿元，同比+33.3%；一季度国家电网公司加快电网投资建设，2025 年一季度电网投资同比增长 27.7%，创历史新高。2024 年特高压招标开工不及预期，全年完成“2 直 1 交”开工与招标；根据储备项目节奏，我们预计 2025 年有望完成“5 直 3 交”开工与招标，再创历史纪录。

背靠背直流项目储备丰富，国管海风带动柔直送出需求。背靠背直流主要用于复杂交流电网的分区，具有降低大面积停电风险、提高供电可靠性等作用；储备项目包括灵宝直流改造、杨镇直流二/三期改造、湘粤联网、渝黔联网等。2025 年是国管海风开发元年，随着离岸距离持续增长，柔直送出渗透率有望大幅提升。背靠背直流与海风送出将提供柔直换流阀增量空间。

风险提示：电网投资进度不及预期；行业竞争加剧；技术路线变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到 2024 年特高压招标和公司中标情况，下调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 14.59/18.76/22.80 亿元（25-26 年原预测值为 17.76/22.26 亿元），当前股价对应 PE 分别为 16/13/10 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 大金重工(002487.SZ) 财报点评:海工出口表现亮眼，客户与产品持续突破

全年业绩稳步增长，盈利能力持续提升。2024 年公司实现营收 37.80 亿元，同比-12.61%；归母净利润 4.74 亿元，同比+11.46%。2024 年公司销售毛利率为 29.83%，同比+6.39pct.；销售净利率为 12.54%，同比+2.71pct。公司海外海工业务快速发展，盈利能力持续提升。

四季度业绩表现亮眼，盈利能力再创新高。第四季度公司实现营收 14.73 亿元，同比+48.55%，环比+55.07%；归母净利润 1.92 亿元，同比+1017.55%，环比+77.44%。四季度公司毛利率 33.96%，同比+13.07pct，环比+8.74pct，净利率 13.02%，同比+11.29pct，环比+1.64pct。

全年海风出口发运近 11 万吨，首次实现 DAP 交付。2024 年公司海外收入达 17.33 亿元，占风电装备板块收入近 50%。公司 2024 年实现向英国、法国、丹麦、德国等地多个海上风电项目交付单桩、海塔、过渡段等海工产品，出口发运量近 11 万吨。年内首个由公司负责运输的项目丹麦 Thor 单桩产品顺利完成

DAP（目的地交货）交付。

技术实力再获认可，首批 TP-less 产品完成交付。丹麦 Thor 项目是公司建造的首批无过渡段（TP-less）单桩产品，对公司工艺管控水平和建造综合能力提出了较高要求。公司在手订单中的 Nordseecluster 项目也将采用 TP-less 技术路线，总需求量达 17 万吨，其中 A 阶段将在 2025 年交付完毕。高附加值产品交付有望带动盈利能力持续上行。

欧洲海风需求复苏，招标有望进入高峰期。根据公司，2024 年欧洲市场拍卖海上风电项目合计约 20GW，创下近年来单年最高拍卖量。根据 4C offshore，预计 25-27 年欧洲海风项目拍卖量将保持增长态势，分别达到 34.7/23.2/30.2GW。目前，公司已成功通过绝大多数欧洲头部业主的合格供应商体系认证，有望充分受益于欧洲海风需求复苏。

风险提示：欧洲海风开工节奏不及预期；原材料大幅涨价；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司交付节奏和欧洲项目推进情况，上调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.58/12.87/15.97 亿元（25-26 年原预测值为 8.17/12.35 亿元），当前股价对应 PE 分别为 19/12/10 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 禾望电气（603063.SH）财报点评：事业部制改革推动业绩提升，海外业务拓展顺利

2025 年第一季度业绩 1.1 亿元，同比增长 90%。2025 年第一季度公司实现营业收入 7.7 亿元，同比+41%，环比-46%；归母净利润 1.1 亿元，同比+90%，环比-44%；单季度综合毛利率 38.4%，同比-5.6pct，环比-0.1pct；净利率 13.7%，同比+2.4pct，环比+0.5pct。2024 年全年公司实现营业收入 37.3 亿元，同比基本持平；归母净利润 4.4 亿元，同比-12%；全年综合毛利率 37.9%，同比+2.1pct；净利率 12.3%，同比-1.2pct。

工程传动业务表现亮眼。2025 年第一季度公司新能源电控/工程传动业务分别实现销售收入 5.8/1.2 亿元，同比+39%/+96%，工程传动业务逐步发力；分业务毛利率分别为 33.0%/47.5%，同比-6.8/+8.7pct。2024 年全年新能源电控/工程传动业务分别实现销售收入 28.6/5.6 亿元，同比-5%/+17%；分业务毛利率分别为 33.7%/44.5%，同比+2.0/+0.4pct。

海外业务拓展顺利。2024 年公司的风电、工程传动相关产品实现海外市场的突破，目前在荷兰、巴西、韩国、土耳其、越南、巴基斯坦等多个服务基地设立服务点，为海外客户提供全方位服务及快速响应。2024 年公司海外业务收入 2.6 亿元，同比+123%，占总营收的 7.1%，同比+3.9pct；毛利率 54.2%，同比+8.7pct。2025 年第一季度海外业务收入 0.84 亿元，同比+128%，占总营收的 11.1%，同比+4.2pct；毛利率 54.4%，同比+8.4pct。

事业部制改革提升运营效率。2024 年公司实施事业部制改革，依据各业务当下规模、未来增长潜力及财务预期，设立风电、光伏、储能、传动、后市场、电源六大事业部，以及 SVG、氢能两个业务单元。各事业部独立核算，自负盈亏。事业部制显著提高各部门市场响应速度及业务拓展积极性，运营效率提升助力业绩高增以及盈利能力的改善。

AIDC 电力设备产品打开第二成长曲线。公司自主研发大容量电源产品，涵盖交流/直流、低压/高压、风冷/液冷、固定式/预装式/移动式等多种类型，公司还提供 APF、SVG 等电能质量产品，均可应用于 AI 数据中心电源系统，受益于 AI 算力建设需求的爆发，公司有望打开第二成长曲线。

风险提示：上游原材料大幅涨价；新能源行业竞争加剧；光伏、储能下游需求不及预期；AI 算力投入不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到事业部制改革提升运营效率，AIDC 业务有望放量，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测至 5.8/7.0 亿元（原为 4.5/5.5 亿元），同比+31.9%/+20.2%，新增 2027 年盈利预测 8.3 亿元，同比+19.3%。当前股价对应 PE 分别为 22.5/18.7/15.7 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 361 度(01361.HK) 海外公司快评:第一季度线下增长双位数，线上增长超 35%

公司公告：4 月 14 日，公司公告 2025 年第一季度零售表现，361 度主品牌线下零售额录得 10-15%正增长，童装品牌线下零售额录得 10-15%正增长，电子商务平台录得 35-40%正增长。

国信纺服观点：

1、2025 第一季度成人装线下流水增长 10-15%，童装线下流水增长 10-15%，电商增长 35-40%，环比提速；核心专业品类月月推新；渠道建设方面，超品店拓展至 10 家；库存与折扣稳定。

2、风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

3、投资建议：一季度流水增长较快，库销比与折扣稳定，新品与新店态表现出色，看好品牌势能向上。第一季度行业消费环境仍充满挑战，公司流水仍保持较快增长，持续推出具有市场竞争力的跑鞋、篮球鞋新品，库销比与折扣率保持稳定，超品店快速扩张且运营指标表现较好。公司启动品牌重塑计划以来，产品和渠道调整初见起色、品牌产品势能向上，财务经营状况改善，中长期看，公司专业产品 IP 矩阵丰富将带动量价齐升，品牌成长空间较大。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.0/14.6/16.3 亿元，同比增长 13.1%/12.2%/11.8%；维持 4.7-5.4 港元目标价，对应 2025 年 7-8x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司快评:4QFY25 前瞻：淘天保持货币化率提升，云收入加速

阿里巴巴即将发布 2025 财年第四季度财报。

国信互联网观点：1）整体：预计 4QFY25 收入同比+7%，经调整 EBITA 利润率 13%。其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 5%/27%/20%/12%/1%/7%，经调整 EBITA 利润率同比+2pcts，主要反映出非淘天业务亏损持续性收窄。2）淘天集团：预计 FY25Q4 GMV 同比+4%，公司继续处于稳定市场份额的进程中，继续扶持优质供给，拓展流量渠道。预计 take rate 延续上个季度的提升趋势，主要来自全站推和 0.6%的技术服务费贡献，带动 CMR 增速>GMV，预计 CMR 同比+9%。利润端，由于持续在用户体验和商家侧的投入，经调 EBITA 预计仍将慢于收入增长，同比+2.5%。3）云：预计 FY25Q4 持续加速，收入同比+20%，主要考虑到 Deepseek 出现后带来的需求爆发式增长，且 FY26 有望进一步加速。利润率表现较 FY25 前几个季度稳定。4）AI 布局：模型持续迭代，打造 C 端旗舰应用。4QFY25 阿里密集发布了 Qwen2.5-Max、QwQ-32B、Qwen2.5-Omni-7B 等多款模型，2025 年阿里云 AI 势能大会中，公司表示后续模型迭代将沿着增强推理能力和全模态方向发展，此外公司也推出了 C 端 AI 旗舰应用夸克，MAU 已达 1.49 亿。5）AIDC：预计收入同比+27%，经调整 EBITA 率-10%，预计 FY26 实现单季度盈亏平衡。关税影响相对可控，公司国际零售三大平台中 Lazada、Trendyol 没有美国收入，速卖通以及批发业务的美国收入占比较低，影响有限。

投资建议：公司聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，我们继续看好在 AI 产业驱动下公司云收入的持续性增长和对其他各业务线的赋能作用。我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9969/10742/11566 亿元，调整幅度为-0.0%/-2.0%/-4.1%，主要考虑到国内激烈的竞争环境对货币化率提升节奏的影响；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1602/1725/1883 亿元，调整幅度为 5.9%/4.1%/1.2%，主要由于对非淘天业务非淘天业务盈利改善的预期。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 11 倍，继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 京东集团-SW(09618.HK) 海外公司快评:继续受益于国补以旧换新，新业务投入影响可控

京东集团即将发布 2025 年一季度财报。

国信互联网观点：1) 收入端：预计 25Q1 收入同比+12%。其中京东零售/京东物流/新业务增速分别为+13%/9%/5%。京东零售预计 25Q1 收入同比+14%，商品收入中带电、日百均实现双位数增长，带电品类受益国补增速更快。GMV 方面，我们预计增速略弱于收入增速，主要由于高增速的带电品类主要为 1P 模式，在收入结构中占比更高。3P 业务的货币化率则预计保持平稳趋势。新业务预计亏损进一步扩大，自 24Q4 起新业务就因京喜单量提升导致亏损扩大，25Q1 随着外卖补贴的增加，亏损将进一步扩大。外卖业务上线 40 天已达到日订单破百万，但我们预计短期对收入贡献仍然较为有限，公司核心目标专注于用户体验、复购、购频等指标。2) 利润端：预计 25Q1 经调整净利润 99 亿元，同比+11%，经调整净利率 3.4%，京东零售的毛利率提升一定程度上抵消了新业务亏损加大带来的负面影响，整体毛利率预计达到 15.6%，同比+0.3pcts，主要驱动因素包括各品类的毛利率向上游争取更多议价权以及国补拉动的高端 3C 增长等。

维持优于大市评级：公司持续受益于以旧换新国家补贴政策，且积极延伸业务边界，拓展外卖等业务，我们保持与此前盈利预测基本不变，预计 2025-2027 年公司收入为 12725/13763/14745 亿元，同比+10%/8%/7%，2025-2027 年经调净利为 517/569/623 亿元，同比+8%/10%/9%，目前公司隐含 2025 年经调整净利 9xPE，继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 博威合金(601137.SH) 财报点评:新材料产品结构优化，新能源前瞻布局美国产能

公司 2024 年营收同比增长 5.06%，归母净利润同比增长 20.47%。公司 2024 年实现营收 186.55 亿元，+5.06%；实现归母净利润 13.54 亿元，+20.47%，自 2022 年开始连续三年正增长。四季度单季实现营收 40.66 亿元，同比-22.27%，环比-28.87%；实现归母净利润 2.56 亿元，同比-23.10%，环比-44.34%。单四季度归母净利润同比环比均有下滑，主要由于计提了 5.11 亿元资产减值：1) 越南基地 2.2GW PERC 产线全部计提了资产减值，合计 1.64 亿元；2) 存货跌价损失 3.47 亿元。分红方面，公司计划按每 10 股 5.01 元向全体股东派发现金股利，按目前已发行股本总数计算，派息总额约为 3.06 亿元，占公司 2024 年归母净利润的 30.02%。

铜合金销量提升 22%，净利润提升 55%。2024 年公司实现铜合金产品销量合计 24.1 万吨（+22.2%），其中棒材 10.5 万吨（+18.9%），线材 3.1 万吨（+3.8%），带材 7.0 万吨（+42.2%），精密细丝 3.4 万吨（+17.4%）。2024 年公司铜合金产品合计实现净利润 4.36 亿元，同比提升 54.6%；单位净利为 1811 元/吨，同比提升 26.5%。净利润的明显提升主要由于产品结构的调整，板带产品在所有铜合金中的销量占比由 2023 年的 25.0%提升至 2024 年的 29.1%。

光伏电池销量同比下滑 20%，净利润同比提升 9%。2024 年公司新能源板块销量 2,051MW，同比下滑 20.0%；实现净利润 9.18 亿元，同比提升 9.0%；单位净利为 0.45 元/M，同比提升 36.3%。新能源销量下滑是由于关税政策影响所致，利润保持增长主要由于成本下降，2024 年单位加工成本为 0.39 元/W，较 2023 年的 0.44 元/W 明显下降。

重点项目有序推进，美国规划扩建 1GW 组件产能。新材料方面，公司 3 万吨特殊合金电子带材项目正在有序推进，2 万吨特殊合金电子线材预计在今年 6 月投产。新能源方面，越南 3GW TOPCon 电池片项目已经进入试产阶段，美国 2GW TOPCon 组件项目预计在 25 年 4 月投产，同时新增 1GW TOPCon 组件项目，预计 25 年 8 月试产。

风险提示：需求不及预期导致产销量不及预期；项目进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入为 277.05/333.98/337.52 亿元，同比增速+48.51%/16.53%/1.06%；归母净利润 14.70/18.39/20.29 亿元，同比增速 8.60%/25.08%/10.35%；摊薄 EPS 为 1.81/2.27/2.50，当前股价对应 PE 为 9.8/7.9/7.1x。考虑到公司在国内铜合金新材料方面做到了行业领先，新能源业务也抓住美国市场保持高速增长，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 金田股份(601609.SH) 财报点评:业绩逐季改善,电磁线业务释放利润

2024 年公司归母净利润同比下降 12%。2024 年实现营收 1241.6 亿元(+12.4%),归母净利润 4.62 亿元(-12.3%),扣非归母净利润 3.39 亿元(-10.1%),经营性净现金流 15.4 亿元。2024Q4 归母净利润 1.74 亿元(同比+21.6%,环比+5.5%)。2024 年度拟派发现金红利 1.60 亿元;2024 年度已实施股份回购金额 2.0 亿元,现金分红和回购金额合计 3.60 亿元,占本年度归属于上市公司股东净利润的比例 78%。铜产品单位毛利润增加。2024 年随着铜加工行业底部反弹,以及公司积极调整产品结构和客户结构,铜产品毛利润改善。2024 年铜线排毛利润 551 元/吨,同比增加 80 元/吨;其他铜产品毛利润 2273 元/吨,同比增加 287 元/吨。公司铜产品毛利润在 2022 年见底以来,已经连续两年反弹。受市场因素影响,公司稀土永磁产品盈利下滑,2024 年稀土永磁产品单位毛利润 2.1 万元/吨,同比减少 2 万元/吨,也显著低于 2017 年以来的均值 7 万元/吨。公司逐步压缩低毛利产品占比:2024 年公司铜产品销量 181.4 万吨,同比减少 4.1 万吨;其中低毛利的铜线排销量减少 6 万吨,其他铜产品销量增加 2 万吨。稀土永磁业务方面,随着包头 4000 吨项目投产,2024 年公司稀土永磁材料销量 5134 吨,同比增加 49%。

电磁线产品盈利快速增长。近年来公司电磁扁线业务增长迅速,已形成 6 万吨新能源电磁扁线产能,子公司金田电磁科技 2024H1 净利润 2218 万元,2024H2 净利润达 5469 万元;其他电磁线生产企业金田新材料 2024H1 净利润 1564 万元,2024H2 净利润达 3701 万元。

风险提示:铜价大幅波动风险,市场竞争加剧风险。

投资建议:维持“优于大市”评级。

参照年初以来主要有色金属价格走势,假设 2025-2027 年铜价均为 75000 元/吨,预计 2025/2026/2027 年公司的营业收入分别为 1461/1506/1551 亿元,归母净利润分别为 6.15/7.63/9.03 亿元,同比增速 33.0/24.2/18.3%,EPS 分别为 0.41/0.51/0.61 元,当前股价对应 PE 倍数分别为 14.2/11.5/9.7。公司过去几年快速扩张建立起了规模优势,未来将进一步改善产品结构和客户结构,并将在东南亚进一步布局产能,充分受益于新能源市场对铜材及稀土永磁材料的增量需求,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、焦方冉(S0980522080003)

◆ 禾赛科技(HSAI.O) 海外公司深度报告:受益于激光雷达行业渗透率加速上行,技术及规模构建护城河

全球领先的激光雷达企业,产品应用于 ADAS、自动驾驶、机器人等场景。禾赛科技(纳斯达克代码:HSAI)是全球领先的激光雷达研发与制造企业,产品广泛应用于支持高级辅助驾驶系统(ADAS)的乘用车和商用车,以及自动驾驶汽车和配送机器人、移动机器人等各类机器人应用。2024 年,公司营收 20.8 亿元,同比增长 11%,净亏损-1.0 亿元(23 年净亏损-4.8 亿元),调整后净利润(即加回股权激励费用后的净利润)为 1369 万元(23 年净亏损 2.41 亿元)。公司主营业务占比为激光雷达产品(93.7%)、工程设计(4.8%)、其他产品(0.9%)、其他服务(0.5%)。

车载激光雷达行业市场空间超千亿,自主激光雷达厂商崛起。2024 年中国乘用车激光雷达搭载率突破 5%关键节点,产业链日趋成熟,2025 年起伴随 BYD(天神之眼)、零跑、长安、吉利等中低端车型智驾平权,激光雷达有望全面渗透至 15 万元级别车型,行业渗透率加速提升,我们预计全球乘用车激光雷达市场规模将由 2024 年的 617 亿元增至 2027 年的 1358 亿元,CAGR 为 30%,竞争格局方面,全球市场,参考 Yole 数据,2024 年,ADAS 乘用车激光雷达主要玩家为禾赛科技(26%)、速腾聚创(26%)、华为(24%),L4 自动驾驶激光雷达主要玩家为禾赛科技(61%)、Waymo(14%)、速腾聚创(12%)。

芯片化设计+平台化产品+自动化产线,助力激光雷达加速放量。产品端,面对无人驾驶、高级辅助驾驶、服务机器人等领域对激光雷达的多样化需求,公司推出立体化产品矩阵(AT、FT、JT、XT、OT、PANDAR、QT、ET 系列),涵盖机械旋转、转镜、电子扫描(纯固态)等技术方案。技术端,禾赛科技的核心激光雷达技术包括芯片化设计能力(专用集成电路(ASIC)的架构)、产品平台化、感知算法技术、车规级能力,芯片化设计+产品平台化+产线自动化降本,加速激光雷达规模化量产。客户端,禾赛科技作为激光雷达领先企业,配套客户涵盖车企(自主、新势力、合资和全球客户)、产业链相关公司(机器人、robotaxi 等)。

风险提示：上游原材料涨价风险；下游产销风险。

投资建议：全球激光雷达领先企业，给予优于大市评级。持续看好公司在 ADAS、自动驾驶、机器人激光雷达领域核心布局，后续激光雷达丰富订单量产，有望持续超越行业。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 31.38/43.47/60.37 亿元，分别同比增长 51.1%/38.5%/38.9%，归母净利润分别为 2.21/4.98/8.68 亿元，首次覆盖，给予优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 卓越新能(688196.SH) 公司快评:5 万吨天然脂肪醇项目投产，生物柴油出海前景广阔

公司公告：2025 年 4 月 14 日，公司公告“年产 5 万吨天然脂肪醇项目”投产。

国信化工观点：

1) 公司“年产 5 万吨天然脂肪醇项目”投产，有望大幅增厚公司业绩。公司采用脂肪酸甲酯加氢工艺技术制备天然脂肪醇，已完成装置联动调试和投料试产工作，产品的各项技术指标符合国家标准。天然脂肪醇作为生物基表面活性剂主要原料之一，可广泛应用于洗涤剂、化妆品、医药等领域，该项目投产将进一步拓展公司生物柴油在生物基化学品领域的应用，实现了国产替代。脂肪醇传统原料为棕榈仁油，目前价格 2100 美元/吨，公司原料为废弃油脂，原料价格在 1000-1300 美元/吨，根据单耗测算，成本优势在 5000 元/吨以上，二季度有望增厚公司利润，公司计划根据产线运行情况和市场需求择机扩大产能；

2) 一代生物柴油供需格局好转，公司 2024 年利润触底回升。2023 年 12 月欧盟委员会对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查，并于 2025 年 2 月作出反倾销肯定性终裁，征收 10.0%—35.6%反倾销税。我国 90%以上的一代生物柴油出口欧盟，出口量由 2023 年初超过 20 万吨/月下降至目前 6-7 万吨/月。2024 年以来，公司的出口模式主要通过荷兰卓越公司在欧洲以当地价格直接销售生物柴油，目前国内主要产能仅有公司维持满负荷开工。根据公司业绩快报，2024 全年营收 36.1 亿元（同比+28.4%），归母净利润 1.6 亿元（同比+100.4%），扣非归母净利润 1.4 亿元（同比+31.6%）。其中 2024 年第四季度营收为 6.4 亿元（同比+132.5%，环比-38.9%），归母净利润为 0.7 亿元（同比+187.6%，环比+839.7%）。需求端欧盟车用混掺需求稳定，全球船燃新增需求不断增长，看好一代生物柴油价格回暖。

3) 公司规划产能出海，未来两年产能翻倍增长。公司国内现有一代生物柴油产能 50 万吨/年，另有 10 万吨 SAF 产能有望于 2025 年下半年投产。公司未来在新加坡、泰国等地规划建设产线，新加坡一期 10 万吨/年一代生物柴油项目有望于 2025 年下半年投产，泰国 30 万吨/年一代生物柴油项目有望于 2025-2026 年建成，东南亚产能可以有效规避欧盟关税风险，增厚公司利润，公司远期在中东地区也有产能规划，有望达到 130 万吨生物柴油+10 万吨脂肪醇+10 万吨甘油的产能规模，长期成长性突出。

根据公司业绩快报，以及脂肪醇项目投产情况，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 1.6/4.4/6.0 亿元（前值为 1.5/3.2/4.2 亿元），对应 EPS 为 1.31/3.63/4.98 元，对应 PE 为 34/12/9x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 万华化学(600309.SH) 财报点评:业绩短期承压，聚氨酯龙头有序扩张

2024 年及 2025 年一季度公司归母净利润同比下滑。公司 2024 年营收 1820.7 亿元（同比+3.8%），归母净利润 130.3 亿元（同比-22.5%）；2025 年一季度营收 430.7 亿元（同比-6.7%，环比+25.0%），归母净利润 30.8 亿元（同比-25.9%，环比+58.9%）；毛利率/净利率为 15.7%/7.8%，同比均下滑 2 pct。2024 年公司资产减值损失为 7.4 亿元，同比增长 447%；营业外支出为 11.4 亿元，同比增长 156%，主要因固定资产及在建工程报废损失增加，减值及报废部分拖累业绩。报告期内万华蓬莱基地多套装置成功投产，一季度公司主要产品销量同比增长，但产品价格下降，毛利减少，一季度营收及归母净利润同比下降。

聚氨酯板块营收及产销量同比增长，需求整体疲软。2025 年一季度公司聚氨酯板块营收 184.3 亿元，产量/销量为 147/145 万吨，同比增长，环比下滑。2024 年聚氨酯系列产品价格多呈稳中走低态势，纯 MDI 受消费增速放缓影响；聚合 MDI 因下半年家电补贴政策刺激，冰箱冷柜需求攀升；TDI 受益于下游家居

出口带动；软泡聚醚虽内需平稳、出口增长，但行业竞争加剧。2025 年一季度，受春节假期淡季效应冲击，聚氨酯主流产品价格普遍下行。

石化板块盈利水平仍较低。2025 年一季度公司石化板块营收 163.2 亿元，产量/销量为 141/133 万吨。受国际原油价格波动、下游需求偏弱等因素影响，石化行业整体利润仍处于较低水平。2025 年 4 月 3 日，万华化学乙烯二期项目 120 万吨/年乙烯装置一次开车成功。

精细化学品及新材料板块产销量同比增加。2025 年一季度公司精细化学品及新材料板块营收 73.7 亿元，产量/销量为 62/54 万吨。2024 年 TPU 三期、POE、PEBA、聚碳酸酯二元醇（PCDL）等多个项目投产，有效拓展产线；2025 年 MS 和 XLPE 项目计划投产，将进一步完善产品结构。

公司核心产品聚氨酯有序扩张。目前公司 MDI 和 TDI 年产能分别为 380 和 111 万吨，稳居全球首位。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，产能有序扩张，但由于下游需求疲弱、中美贸易摩擦等不利因素影响，我们谨慎下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 139.25/140.64 亿元（原值为 172.72/189.44 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 143.24 亿元，即 2025-2027 年 EPS 为 4.44/4.48/4.56 元，当前股价对应 PE 为 12.7/12.6/12.3 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 金徽酒(603919.SH) 财报点评:第一季度经营稳健，产品结构持续升级

2025Q1 收入同比增长 3.0%，净利率录得提升。2025Q1 公司实现营业总收入 11.08 亿元/同比+3.0%，归母净利润 2.34 亿元/同比+5.8%。收入增速略低主因百元以下产品经营节奏扰动，同时春节备货动作前置至于第四季度。2025Q1 产品结构和费用率表现较好，净利率同比提升 0.54pcts。综合 2024Q1+2025Q1 来看，营业总收入同比+12.3%，归母净利润同比+4.2%。

第一季度产品结构延续升级趋势，省外市场增速高于省内。分产品看，2025Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入 2.45/6.30/2.21 亿元，同比+28.1%/+14.2%/-31.7%，产品结构延续升级趋势，100 元以上产品收占比 79.8%；其中年份系列增速引领，金徽 18/28 年预计增速最快；低端产品下滑较多主因 2024 年 3 月产品提价前进行集中回款、基数较大，同时 2025 年春节较早，世纪金徽等订货会前置至 2024Q4。分区域看，2025Q1 省内/省外收入 8.57/2.38 亿元，同比+1.1%/+9.5%，省内市场节后以去库存、梳理渠道为主；省外聚焦大西北一体化，贡献主要收入增量，其中陕西市场营销模式转型逐步显现成效，预计恢复较快增长。分渠道看，2025Q1 经销/直销(含团购)/互联网渠道收入 10.35/0.23/0.37 亿元，同比+2.8%/-13.7%/+14.6%，电商渠道增长较快，配备专门团队运作，以类标品和专属品为主。

毛销差同比提升，销售端推动精益化管理。2025Q1 毛利率同比+1.41pcts，系产品结构改善、春节后促销力度有所收缩，销售费用率同比-1.18pcts，综合毛销差提升 2.50pcts；1-2 年内公司战略以份额提升为主，预计保持积极的费用投入水平培育消费者，同时也将提升费投的聚焦化、精细化、灵活化，实现费效比提升。2025Q1 管理费用率同比-0.90pcts，主因咨询中介费用下降；所得税税率提升 6.26pcts 至 22.9%，系递延所得税影响，预计全年所得税率较 2024 年提升。

春节后需求回落，合同负债环比下降。2025Q1 销售收现 11.80 亿元/同比-4.7%，考虑旺季经营节奏，2024Q1+2025Q1 销售收现同比+7.2%，较高基数下仍实现稳健增长。截至第一季度末，公司合同负债 5.83 亿元/环比-0.56 亿元，主要系节后需求回落较快，渠道回款有所承压。公司重视渠道健康度，调整发货回款和发货节奏控制库存处于良性水平，后续看预计伴随市场活动的开展，回款工作也将稳步推进。

投资建议：展望全年经营，预计公司将积极抢抓节假日、商务及宴席场景推动各价位产品动销。维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 32.69/36.16/40.49 亿元，同比+8.2%/+10.6%/+11.9%；归母净利润 4.09/4.64/5.51 亿元，同比+5.3%/+13.6%/+18.7%；当前股价对应 2025/2026 年 24.3/21.4 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；为应对竞争费用投入较多影响利润率等。

证券分析师： 张向伟 (S0980523090001)

联系人： 张未艾

◆ 萤石网络(688475.SH) 财报点评:二三品类快速成长，一季度盈利企稳

营收增长良好，一季度业绩恢复增长。公司 2024 年实现营收 54.4 亿/+12.4%，归母净利润 5.0 亿/-10.5%，扣非归母净利润 4.8 亿/-12.6%。其中 Q4 营收 14.8 亿/+11.1%，归母净利润 1.3 亿/-20.0%，扣非归母净利润 1.2 亿/-29.7%。2025Q1 实现营收 13.8 亿/+11.6%，归母净利润 1.4 亿/+10.4%，扣非归母净利润 1.4 亿/+13.2%。公司拟每股分红 0.35 元，现金分红率为 54.7%。

二三品类增长强劲，H2 摄像机收入企稳回升。公司 2024 年摄像机收入下降 1.4%至 29.5 亿，其中 H1/H2 分别-4.4%/+1.7%；销量同比-2.8%，均价同比+1.4%。智能入户收入增长 47.9%至 7.5 亿，其中 H1/H2 分别+69.0%/+34.7%；销量同比+27.7%，均价同比+15.3%，均价提升预计主要系智能门锁销量占比提升。智能服务机器人收入增长 265.1%至 1.7 亿，H1/H2 分别+273.3%/ +261.2%；配件收入增长 43.7%至 3.8 亿，H1/H2 分别+98.8%/+13.1%。

云平台收入延续较快增长。公司 2024 年云平台营收增长 22.9%至 10.5 亿，其中 C 端收入增长 19.5%至 5.2 亿，B 端收入增长 26.3%至 5.4 亿。公司云平台连接设备数、活跃用户数等均实现 20%+的增长，C 端付费用户数增长 18.0%至 306.2 万人，平均付费 169 元/+1.3%，用户付费率为 9.7%/-0.3pct；B 端客户付费率 3.1%/-0.1pct，平均付费额同比增长 12.7%。预计随着 AI 技术逐步丰富云平台的应用场景，公司付费率及付费额均存在进一步提升空间。

海外及线上渠道增长亮眼。2024 年公司海外收入+26.4%至 19.1 亿，国内收入+5.5%至 34.9 亿；线上收入+19.6%至 14.6 亿，线下收入+9.5%至 39.4 亿。

一季度净利率企稳。公司 2024 年毛利率同比-0.8pct 至 42.1%，其中智能家居毛利率同比-1.4pct 至 34.0%，云平台毛利率同比+0.1pct 至 76.2%。公司线上占比提升，营销投入加大，2024 年期间费用率+1.4pct，归母净利率同比-2.4pct 至 9.3%。2025Q1 公司毛利率同比-0.2pct 至 42.5%，销售/管理/研发/财务费用率分别-0.6/-0.4/-2.0/+2.0；归母净利率同比-0.1pct 至 10.0%。Q1 公司毛利率及净利率降幅环比均有明显收窄，盈利出现企稳迹象。

风险提示：行业竞争加剧；行业需求不及预期；AI 应用落地不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是国内智能家居软硬件龙头，视觉处理能力领先，二三硬件品类强劲增长，云平台有望受益于 AI 智能化浪潮。考虑到公司采取更为积极的营销投放策略，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 6.2/7.4/8.6 亿（前值为 7.0/8.6/-亿），增速为 23%/19%/17%，对应 PE=46/38/33 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇 (S0980520110004)、熊莉 (S0980519030002)、王兆康 (S0980520120004)、邹会阳 (S0980523020001)

联系人： 李晶

◆ 广日股份(600894.SH) 财报点评:归母净利润同比增长 7%，高分红及回购重视股东回报

2024 年营收/归母净利润同比变动-1.68%/+6.56%。公司 2024 年实现营收 72.60 亿元，同比下降 1.68%；归母净利润 8.12 亿元，同比增长 6.56%，扣非归母净利润 7.41 亿元，同比增长 2.35%；单四季度实现营收 23.16 亿元，同比增长 14.61%，归母净利润 2.66 亿元，同比增长 1.97%，业绩实现增长主要系公司通过供应链管理、技术创新以及数字化建设等方式深化卓越绩效管理，整体盈利能力持续提升。2024 年公司毛利率/净利率分别为 15.42%/10.95%，同比变动+1.03/+1.18 个 pct。

电梯主业市场开拓成效显著，持续完善全国化布局。2024 年电梯业务/电梯零部件业务收入分别为 31.00/34.20 亿元，同下降 2.36%/0.63%，对应毛利率分别为 25.08%/6.47%，同比变动+2.19/-0.34 个 pct。电梯整机方面，战略客户开拓成效日益显著，新增中国建筑第八工程局有限公司等大型国央企和优质民企，完成招商蛇口等 3 家核心央企集采续签。另轨道交通业务持续发力，2024 年中标电扶梯项目

金额约 4.5 亿元，位列行业前茅。电梯零部件方面，公司开拓日立电梯轿顶电气箱等新业务批量供货，实现永大电梯电缆箱等业务量产，新开发现代电梯等新客户。同时公司加快完善全国化布局，华东数字化产业园项目一期于 2024 年 9 月顺利投产，在济南地区已累计实现订单约 2,500 台，订单金额超 8 亿元。

公司聚焦数字化、国际化、电梯后市场等重点方向，推动高质量发展。1) 数字化方面，公司成功开拓广州工控大湾区现代高端装备研发生产基地、柬埔寨高端智能汽车入户项目、万力轮胎智慧园区等项目，累计签约金额超 5,000 万元，实现数字产业化项目的重大商业突破。2) 国际化方面，公司持续拓展独联体、中东、东南亚和非洲等市场，2024 年海外业务营业收入同比增幅达 95.55%。3) 电梯后市场方面，公司与广州国资产业发展并购基金合伙企业（有限合伙）共同发起设立“广州广日产投电梯工程后市场股权投资基金”，为公司电梯后市场发展奠定良好基础。

公司重视股东回报保持高额分红及回购。公司公布 2024 年年度权益分配预案，每 10 股派送现金红利 6.00 元（含税），共分配现金红利约 5.15 亿元，叠加 2024 年 10 月实施中期利润分配的现金红利 6.51 亿元，本年度现金分红总额约 11.66 亿元。同时本年度已实施股份回购金额 1.61 亿元，现金分红和回购金额合计 13.27 亿元，占归母净利润比例 163.48%。公司在分红及回购方面的动作体现其对股东回报的高度重视。另 7 月公司股权激励正式落地，授予股票期权占股本总额 3%，合计 291 人，将充分调动公司核心人才的积极性和创造性。

投资建议：公司为广州市国资委下属电梯企业，主业受益电梯更新及设备更新政策补贴对冲新梯市场波动保持向好态势。我们上调盈利预测，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 8.80/9.52/10.47 亿元（2025 年-2026 年前值 8.78/9.39 亿元），对应 PE 12/11/10 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；宏观经济承压。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 行动教育(605098.SH) 财报点评:2024Q4 收款回归正增长，延续高现金分红策略

2024 年实现归母净利润 2.69 亿元，符合我们预期。2024 年，公司收入 7.83 亿元/+16.5%；归母净利润 2.69 亿元/+22.4%；扣非净利润 2.41 亿元/+12.1%，归母净利润表现符合我们前瞻预期（2.65 亿元）。2024Q4，公司收入 2.21 亿元/+4.5%；归母净利润 7397 万元/+25.8%；扣非净利润 5538 万元/-5.4%，非经常收益主要系权益投资盈利（23Q4 同期亏损）。

核心业务增势稳健，Q4 现金收款同比增速重回正增。2024 年，管理培训收入 6.33 亿元/+6.3%，毛利率 83.6%/+1.5pct，增速低于整体，主因 Q3 到课率较低致收入负增长拖累、但 Q4 到课率边际回暖；管理咨询收入 1.46 亿元/+97.4%，毛利率 44.2%/-4.1pct；图书销售收入 305 万元/+47.1%，毛利率 26.6%/-14.7pct。2024Q4 单季度现金收款 3.38 亿元/+11.1%，环比 Q2/Q3 (+2.8%/-24.3%) 重回归正增长，系 9 月底国内政策提振企业信心。2024 年底，合同负债为 10.80 亿元/+12.7%。

低毛利业务占比提升致毛利率结构性走低，期间费率管控良好。2024 年，毛利率为 76.1%/-2.2pct，系低毛利率咨询&图书占比提升所致；期间费率同比-1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率同比 -1.1/+0.5/-1.6/+0.8pct；归母净利率 34.3%/+1.6pct，扣非净利率 30.8%/-1.2pct，归母与扣非利润差异系 2024 年权益投资收益贡献。

提出百校计划助力扩张，拥抱 AI 赋能销售。2025 年 2 月公司宣布百校计划，即在未来 3-5 年内于全国重点城市开设百家分校，结合最新跟踪公司已敲定部分城市的业务总经理，计划稳步推进；此外，公司积极接入 DeepSeek 模型，主要用于销售场景演练，以提升新销售的业务转化率。

风险提示：股东减持；客户拓展不及预期；宏观经济下行风险等。

投资建议：综合考虑公司期末合同负债储备及最新排课节奏与现金收款情况，我们下调 2025-2026 年收入至 8.8/10.1 亿元（调整方向-8%/-11%），归母净利润至 3.0/3.5 亿元（调整方向-4%/-9%），并新增 2027 年归母净利润预测 4.0 亿元，对应 PE 估值为 15/13/12x。2025 年公司培训业务呈现渐进复苏节奏，公司一方面积极利用 AI 新技术赋能销售团队，以期提升销售转化成功率；另一方面，公司积极探寻外延成长新增长点，提出百校计划扩大业务覆盖面，促经济政策陆续出台刺激下业务有望焕发新成长动能。

此外，公司 2024 年现金分红率 99%（2023 年现金分红比例为 97%），最新收盘价对应股息率为 5.7%，边际上也将增强投资偏好，维持公司“优于大市”评级，建议关注业务复苏弹性。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-哪类 ETF 的机构投资者占比在提升？一穿透算法下的 ETF 机构持仓行为分析

ETF 机构持仓穿透算法

目前 ETF 基金在半年报、年报中公布的机构投资者持有份额占比一般是将 ETF 联接基金和其他机构都视为机构求得的，但实际上，ETF 联接基金中也有个人投资者，按照现有方法计算会高估机构投资者的比例。本文基于 ETF 和联接基金披露的数据，采用“ETF 机构持仓穿透算法”计算 ETF 基金中机构投资者实际持仓的规模和占比。

按资产类别分类

相比 2024 年 6 月 30 日（以下使用‘H1’代指‘6 月 30 日’），2024H2 以下使用‘H2’代指‘12 月 31 日’）机构投资者对股票型 ETF 的持有比例上升至 60.85%；对债券型、商品型、货币型 ETF 的持有比例分别下降至 84.90%、18.32%、70.09%，对跨境型 ETF 的持有比例上升至 40.19%。

按板块分类

统计股票型 ETF 中周期、大金融、科技、消费四个板块 ETF 的规模和机构持仓变动情况。从板块上看，除科技板块外，机构投资者对周期、大金融、消费板块的持有规模均有所上升。机构投资者持有规模增加最多的是大金融板块，由 2024H1 的 244 亿元上升至 2024H2 的 305 亿元。个人投资者持有规模增加最多的是科技板块，由 2024H1 的 1157 亿元上升至 2024H2 的 16667 亿元。

按热点主题分类

统计股票型 ETF 中 5G、芯片、军工、医药、红利、证券、新能源车等主题 ETF 的规模和机构持仓变动情况。相比 2024H1，2024H2 机构投资者对红利、医药 ETF 的持有比例分别为 55.32%、16.48%，分别提升 5.65%、2.72%；对黄金、证券和军工 ETF 的持有比例分别为 18.23%、13.34%、32.86%，分别下降 4.51%、2.49%、1.15%。

按宽基分类

统计上证 50、沪深 300、中证 500、创业板类和科创板 ETF 等主要宽基 ETF 的规模和机构持仓变动情况。相比 2024H1，2024H2 机构投资者对上证 50、沪深 300、中证 1000 和科创板 ETF 的持有比例分别上升至 82.02%、86.43%、91.22%、29.02%，对创业板类和双创类 ETF 的持有比例分别降低至 36.94%、15.17%。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报：沪指震荡收涨，银行股领涨、大消费持续活跃

市场表现：今日（20250415）规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。银行、家电、纺织服装、传媒、轻工制造行业表现较好，国防军工、消费者服务、钢铁、电子、商贸零售行业表现较差。胶原蛋白、化妆品、水电、医美、智谱 AI 等概念表现较好，港口精选、离境退税、北部湾自贸区、动物保健精选、免税店等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 78 只股票涨停，有 12 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.29%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.45%。今日封板率 68%，较前日下降 4%，连板率 18%，较前日下降 3%。

市场资金流向：截至 20250414 两融余额为 18185 亿元，其中融资余额 18071 亿元，融券余额 114 亿元。

两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 9.1%。

折溢价：20250414 当日 ETF 溢价较多的是国证 2000ETF 基金，ETF 折价较多的是 A50 指数 ETF。近半年来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250414 当日大宗交易成交金额为 4 亿元，创近半年来新低，近半年来平均折价率 5.40%，当日折价率为 6.24%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.21%，1.73%，6.89%，10.93%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 5.56%，处于近一年来 22%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 10.70%，处于近一年来 13%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 33.52%，处于近一年来 2%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 22.45%，处于近一年来 9%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是华明装备、许继电气、澜起科技、科兴制药、国博电子、华特气体、民士达、中炬高新等，华明装备被 185 家机构调研。20250415 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是深康佳 A、南方精工、仁智股份、远大控股等，机构专用席位净流出较多的股票是北部湾港、邵阳液压、红宝丽、富岭股份、浙江华远、贝因美、青岛金王、江天化学、中洲特材、新亚电缆、京粮控股、海鸥住工、C 信凯、英利汽车、康力源、洁雅股份等。陆股通净流入较多的股票是三态股份、深康佳 A、汇鸿集团、九洲药业等，陆股通净流出较多的股票是北部湾港、富岭股份、韶能股份、赣能股份、五洲交通、华贸物流、英利汽车等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	761.44	-0.20	ICE 布伦特原油	64.88	0.18
白银	8127.00	0.99	铜	76090.00	-0.06
铝	19705.00	-0.40	铅	16790.00	-0.79
豆一	4188.00	-0.04	锌	22830.00	-0.34
豆粕	2946.00	-0.03	镍	123620.00	1.05
玉米	2257.00	-0.66	锡	259740.00	-0.57
螺纹钢	3047.00	0.00	SR505	6055.00	-0.21

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17

000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40368.96	-0.384514	42.60	42.60	42.60	42.60	45.85
德国 DAX 指数	21254.65	1.430792	66.87	-7.53	3.30	17.90	55.81
法 CAC40 指数	7335.40	0.856304	3.30	-8.63	-1.86	-8.82	50.03
恒生指数	21466.27	0.228179	6.65	-10.40	11.30	29.31	76.38
沪深 300 指数	3761.23	0.055700	3.02	-6.12	-0.91	5.97	70.41
美国 SP500 指数	5396.63	-0.172772	8.30	-4.29	-9.29	6.61	53.25
纳斯达克综合指数	16823.17	-0.049372	10.18	-5.24	-13.77	5.90	59.20
日经 225 指数	34267.54	0.839200	3.80	-7.51	-10.86	-12.65	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	002371.SZ	北方华创	452.0000	-1.2022	无数据	002371.SZ	北方华创	452.0000	-1.2022	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	228.1500	1.8527	无数据	300750.SZ	宁德时代	228.1500	1.8527	无数据
3	601899.SH	紫金矿业	17.6500	0.1134	无数据	601899.SH	紫金矿业	17.6500	0.1134	无数据
4	601288.SH	农业银行	5.3000	2.3166	无数据	601288.SH	农业银行	5.3000	2.3166	无数据
5	688256.SH	寒武纪-U	619.8800	-2.7944	无数据	600690.SH	海尔智家	24.7700	0.0000	无数据
6	600036.SH	招商银行	42.1000	1.4947	无数据	688256.SH	寒武纪-U	619.8800	-2.7944	无数据
7	000333.SZ	美的集团	71.4800	2.2311	无数据	600036.SH	招商银行	42.1000	1.4947	无数据

8	600900.SH	长江电力	29.2700	0.4117	无数据	000333.SZ	美的集团	71.4800	2.2311	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	30.8100	-4.3168	无数据	600900.SH	长江电力	29.2700	0.4117	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	359.9700	0.2702	无数据	002594.SZ	比亚迪	359.9700	0.2702	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	6693.HK	中寿法兴八零三D	25.7500	-0.02830189	64535.20	0981.HK	中芯国际	45.3500	-0.04526316	362795.22
2	6693.HK	赤峰黄金	25.7500	-0.02830189	64535.20	9988.HK	阿里巴巴-W	109.9000	0.01571165	320182.91
3	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	82339.36	1810.HK	小米集团-W	43.1000	-0.00231481	299571.87
4	0941.HK	中国移动	82.8500	0.01469688	85278.52	0700.HK	腾讯控股	456.0000	0.00440529	193918.38
5	1024.HK	快手-W	51.2000	0.01688183	89707.31	0883.HK	中国海洋石油	16.6200	-0.00120192	82426.28
6	0883.HK	中国海洋石油	16.6200	-0.00120192	96519.29	1024.HK	快手-W	51.2000	0.01688183	79062.47
7	3690.HK	美团-W	146.8000	0.00616861	103360.28	3690.HK	美团-W	146.8000	0.00616861	50963.16
8	1810.HK	小米集团-W	43.1000	-0.00231481	246799.11	6693.HK	中寿法兴八零三D	25.7500	-0.02830189	46959.82
9	0700.HK	腾讯控股	456.0000	0.00440529	268709.74	6693.HK	赤峰黄金	25.7500	-0.02830189	46959.82
10	0981.HK	中芯国际	45.3500	-0.04526316	283561.67	0941.HK	中国移动	82.8500	0.01469688	44946.29
11	9988.HK	阿里巴巴-W	109.9000	0.01571165	298308.65	1347.HK	华虹半导体	34.8000	-0.03198887	25270.19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032